



Henrik Ekman
Aktiechef
Ansvarlig for Maj Invest
Globale Aktier.

Henrik er uddannet cand.merc. i regnskab og finansiering og har mere end 25 års erfaring med rådgivning om forvaltning af aktieporteføljer og aktieanalyse.

I august måned havde afdelingen et negativt afkast på 7,9 pct. målt i kroner, hvilket absolut set er meget utilfredsstillende, men på niveau med sammenligningsindekset MSCI Verden, der faldt 8,3 pct. For årets første otte måneder har afdelingen givet et afkast på 7,4 pct., hvilket er 1,8 pct. bedre end sammenligningsindekset. Afdelingen har siden lanceringen i december 2005 givet et afkast på 85 pct., eller 14 procentpoint mere end sammenligningsindekset.

De større internationale aktiemarkeder viste store og ensartede kursfald i løbet af august måned i lyset af Kinas pludselige udmelding om at lade den kinesiske valuta devaluere. Kina offentliggjorde også lavere end ventede væksttal for økonomien. Selv om de kinesiske myndigheder forsøgte at forsikre markederne om, at de første devalueringer kun havde teknisk karakter og ikke var starten på en større devaluering, var markedet ikke overbevist. Valutauroen fik mange valutaer i emerging markets til at falde kraftigt og volatilitets-indikatoren, VIX, til at stige til niveauer kun set i nyere tid under finanskrisen i 2008-09 og statsgældskrisen i Europa i 2010-11. Udviklingen fik markedet til at spekulere i, at den amerikanske centralbank i lyset af markedsuroen ville udskyde den ellers længe ventede forhøjelse af styringsrenten. Det fik dollaren til kortvarigt at falde med over 5 pct., hvilket samtidig blev begyndelsen på en kraftig stigning i olieprisen i den sidste uge af august. Også guldprisen steg, men dog mere moderat. Da markedsuroen var størst, faldt renterne kraftigt, men set over hele måneden, var de lange renter stort set uforandrede trods de store aktiekursfald. Det førte i markedet til spekulationer om, at Kina havde solgt store mængder af amerikanske statsobligationer for at begrænse svækkelsen af den kinesiske valuta.

Målt i kroner var det på markedsniveau emerging markets, der faldt mest (-10,3 pct.), efterfulgt af Europa (-8,3 pct.) og USA (-6,8 pct.), mens Japan faldt mindst (-6,4 pct.) trods det forhold, at en del japanske virksomheder risikerer at blive forholdsvis hårdt ramt af en negativ udvikling i Kina. Som så ofte før blev Japan, rent valutarisk, opfattet som en sikker havn midt i al usikkerheden. Det står grundlæggende set i kontrast til landets politiske ønske om at svække valutaen og den japanske økonomis strukturelle udfordringer. På sektorniveau førte den generelle usikkerhed til de største kursfald inden for finans (-8,4 pct.) og råvarer (-8,3 pct.) som følge af afhængigheden af Kina og emerging markets. Men også varigt forbrug og pharma faldt kraftigt af samme årsag, da ikke mindst pharma er betydeligt eksponeret mod emerging markets. Uanset forskelle i regions- og sektorafkast er der dog tale om relativt ensartede afkast, hvilket afspejler, at korrektionen i markedet også skyldes et generelt skift i stemning og risikoappetit, og ikke kun skyldes forhold, der relaterer sig direkte til udviklingen i Kina.

I afdelingen var det især de gennemsnitlige aktievalg inden for teknologi og varigt forbrug, der bidrog mest negativt. Det gjaldt bl.a. hhv. amerikanske

Cisco og EMC, der producerer henholdsvis netværks- og datalagringsudstyr, og den japanske producent af lastbiler Isuzu Motors samt det amerikanske medieselskab Discovery Communication. Uden for disse sektorer bidrog på enkeltaktieniveau også den italienske lastvognsproducent CNH og den hollandske bank ING negativt. De få positive bidrag kom fra energisektoren, bl.a. den amerikanske producent af skiferolie og -gas EOG Resources, og på enkeltaktieniveau fra den amerikanske producent af automatiseringsudstyr Rockwell Automation, som er ny i afdelingens portefølje.

Usikkerheden om udviklingen i Kina har som nævnt ført til en generelt faldende risikoappetit på de internationale aktiemarkeder, hvilket umiddelbart vurderes at være en overreaktion set i forhold til de grundlæggende realøkonomiske globale effekter, en afmatning i Kina vil have. Kina har mange udfordringer, herunder ikke mindst en forværring af landets konkurrenceevne, som følge af en stærk valuta (trods svækkelsen i august) og kraftigt stigende lønninger, men det er først og fremmest Kinas problem. I modsætning til hvad markedet forventer, vil den globale vækst efter vores vurdering ikke blive væsentligt negativt påvirket, men sandsynligvis blot flytte fra Kina og 'tilbage' til Europa og USA. Markedet frygter omvendt en eskalering af den kinesiske afmatning og devaluering, som i sidste ende vil kunne udmønte sig i en decideret valuta-, eller endnu værre, handelskrig. Dét scenarie vil selvsagt også være negativt for den globale vækst og dermed de globale aktiemarkeder, men det vurderes ikke at være særligt sandsynligt. Generelt vil afdelingen ikke investere efter scenarier, der især tager udgangspunkt i "irrational" politisk adfærd eller lign., selv om sådanne udviklinger aldrig helt kan udelukkes. I stedet tages som hidtil primært udgangspunkt i den mest sandsynlige udvikling i de realøkonomiske forhold. Her er forventningen fortsat, at global økonomi med USA i spidsen og Europa i pæn fremgang vil gøre det attraktivt at opretholde en generel overvægt af konjunkturfølsomme aktier, herunder inden for finans, bl.a. i form af banker i Europa. Og for første gang i længere tid har den generelle aktiemarkedskorrektion gjort mange aktier langt mere attraktivt prisfastsat, ikke mindst fordi renterne fortsat er lave og måske vil forblive det lidt længere end hidtil, fordi markedsuroen har fået den amerikanske centralbank til at udskyde at hæve styringsrenterne.

I forhold til Kina vil afdelingens investeringer løbende blive overvejet med henblik på at vurdere om prisfastsættelsen af de enkelte aktier i porteføljen i tilstrækkelig grad afspejler de direkte effekter, som en væsentlig og længerevarende kinesisk afmatning måtte have for de pågældende selskaber. På den anden side kan kursfaldene også blive for store, først og fremmest i Europa, USA og til dels Japan, men i sidste ende også inden for emerging markets, herunder Kina. Derfor kunne udvalgte selskaber inden for dette område blive overvejet i tråd med afdelingens strategi om også at gå mod strømmen, når hele markedet bevæger sig ukritisk i én retning.

Henrik Ekman, 4. september 2015